

wtorek, 29 września 2020 | aktualizacja raportu

## Comarch: kupuj (podwyższona)

CMR PW; CMR.WA | IT, Polska

### Nieuzasadniona przecena, międzynarodowe kontrakty

Notowania Comarchu uległy w ostatnim miesiącu blisko 8% przecenie. Nie widzimy istotnego czynnika, który uzasadniałby taki ruch. Comarch wygenerował w 1H'20 zysk EBITDA równy 118 mln PLN, a tym samym zrealizował naszą dotychczasową roczną prognozę w 56%, gdzie historycznie drugie półrocze cechowało się wyższymi wynikami niż pierwsze. Comarch wydaje się być dotknięty pandemią COVID-19 w stopniu znacznie mniejszym niż poprzednio zakładaliśmy. Stąd aktualizujemy nasz model wyceny, wynik EBITDA prognozujemy na 234 mln PLN. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 247,60 PLN, co implikuje ponad 21% potencjał wzrostu. Stąd, podwyższamy zalecenie inwestycyjne do kupuj z trzymaj. Spółka jest wyceniana obecnie na poziomie EV/EBITDA'20 = 6,6x i 17,5x na P/E'20. Dyskonto do spółek porównywalnych to odpowiednio 42% i 21%. Sądzymy, że tak duży poziom dyskonta nie utrzyma się długo, zwłaszcza że spółka ostatnio poinformowała o kilku kontraktach międzynarodowych, co wzmocni jej pozycję na rynku globalnym. Zwłaszcza umowa z Vodafone w Nowej Zelandii na 300 mln PLN jest naszym zdaniem bardzo dobrą referencją.

### Wyniki za 2Q'20

Przychody Comarchu w 2Q'20 wyniosły 331,0 mln PLN i były niższe R/R zaledwie o 1,0%. W 2Q'20 widoczny był spadek sprzedaży do sektora TMT (obroty do tego sektora wyniosły 45,1 mln PLN w 2Q'20, tj. -41,8% R/R). Spadki w TMT przełożyły się na niższą marżę brutto ze sprzedaży: wyniosła ona w 2Q'20 25,7% vs. 28,1% w 2Q'19. Z kolei koszty SG&A wyniosły 61,0 mln PLN (-10,2% R/R). Saldo na pozostałej działalności było na poziomie +2,8 mln PLN. Odpisy na należności wątpliwe obciążyły wynik na 4,3 mln PLN. Jednak z drugiej strony Comarch rozwiązał w 1Q'20 rezerwy w kwocie 6,7 mln PLN. Wynik EBITDA wyniósł 51,5 mln PLN i był wyższy 14% R/R. Zysk netto wyniósł 20,4 mln PLN. Na wyniki 2Q'20 korzystny wpływ miał układ walut w 2Q'20. Zwracamy także uwagę, że negatywny wpływ COVID-19 na przychody w 2Q'20 nie był widoczny. Sektory: MSP Polska oraz MSP DACH radziły sobie dość dobrze (dynamika R/R przychodów na poziomie odpowiednio +4,5% oraz +29,8%).

### Outlook po 2Q'20

Na konferencji po wynikach 2Q'20 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2020 r. jest wyższa R/R o ok. 7-8%. Zarząd wskazał, że spadki były wywołane zakończeniem w 2Q'20 realizacji kilku dużych kontraktów i związanym z tym odpowiednim przeliczeniem kontraktów długoterminowych zgodnie z MSSF 15. Comarch nie spodziewa się kolejnych spadków w TMT w nadchodzących kwartałach. Wskazujemy, że spółka poinformowała ostatnio o kilku dużych kontaktach, które wzmocniają jej pozycję zagranicą: (1) 10-letni kontrakt z narodową linią lotniczą Arabii Saudyjskiej—Saudia, gdzie Comarch będzie dla niej dostawcą systemu do obsługi programu lojalnościowego, (2) umowę ze szwajcarskim dostawcą telekomunikacyjnym Sunrise Communications, (3) umowę z Vodafone New Zealand, wartą ok. 300 mln PLN na 10 lat, która obejmuje dostawę oprogramowania i świadczenie usług utrzymania systemów IT operatora.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 369,6	1 437,4	1 530,9	1 620,0	1 699,8
EBITDA	152,7	228,3	233,8	237,5	240,2
marża EBITDA	11,2%	15,9%	15,3%	14,7%	14,1%
EBIT	87,5	143,4	147,0	149,6	149,4
Zysk netto	30,6	104,8	94,7	106,8	106,7
P/E	54,2	15,8	17,5	15,5	15,5
P/CE	17,3	8,7	9,1	8,5	8,4
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	10,7	7,0	6,6	6,3	6,1
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Cena bieżąca	204,00 PLN
Cena docelowa	247,60 PLN
Kapitalizacja	1,66 mld PLN
Free float	1,08 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,3 mln PLN

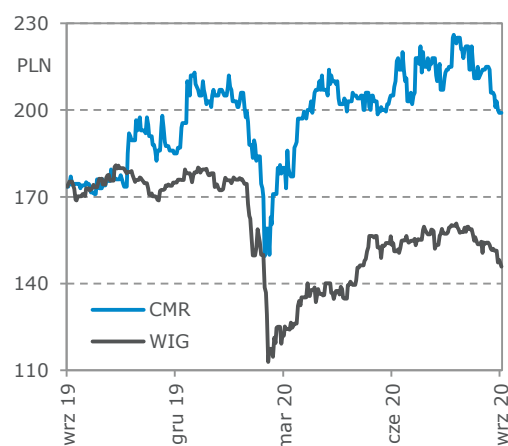
### Struktura akcjonariatu

Janusz Filipiak	24,55%
Elżbieta Filipiak	10,40%
NN PTE	10,41%
MetLife PTE	10,34%
Pozostali akcjonariusze	44,29%

### Profil spółki

Comarch jest producentem rozwiązań IT oraz integratorem. Świadczy usługi na 6 kontynentach, w ponad 100 krajach. Comarch zajmuje wysokie miejsca w rankingach Gartnera i Truffle 100. Spółka posiada własne centra danych umożliwiające świadczenie usług w wielu modelach, w tym SaaS, Cloud i Managed Services.

### Kurs akcji CMR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Comarch	247,60	220,30	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	204,00	247,60	+21,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	+4,6%	+1,7%	+0,4%
EBITDA	+10,2%	+2,2%	-0,7%
Zysk netto	+28,2%	+3,7%	-1,1%

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
pawel.szpigiel@mbank.pl

## Czynniki ryzyka

### Wpływ COVID-19 na organizację pracy

Pandemia COVID-19 ma wpływ na organizację pracy Comarchu. Spółka wdrożyła wszystkie wytyczne rekomendowane przez Główny Inspektorat Sanitarny oraz pozostałe instytucje państwowe w krajach aktywności operacyjnej grupy. Uruchomiony został na szeroką skalę tryb pracy zdalnej pracowników biurowych, a w kontaktach biznesowych powszechnie wykorzystuje zdalne metody komunikacji. Niemniej jednak potencjalny przypadek zakażonego koronawirusem może mieć wpływ na bieżącą pracę Comarchu i jego wyniki finansowe.

### Wpływ COVID-19 na otoczenie rynkowe

COVID-19 ma i będzie mieć wpływ na globalną gospodarkę, a w szczególności popyt na zamówienia na produkty i usługi IT. Działalność Comarchu jest zdywersyfikowana pod względem branżowym, produktowym i geograficznym. Grupa posiada dość wysoki (>60%) udział przychodów o charakterze powtarzalnym. Niemniej jednak Comarch pozostaje spółką z pewną wrażliwością na małe i średnie przedsiębiorstwa (>20% w 2019 r.) oraz na sektor handlowo-usługowy (>17% w 2019 r.), które potencjalnie mogą w długim terminie odczuć najbardziej osłabienie koniunktury.

### Wzrost kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Comarchu to świadczenia pracownicze. Wynagrodzenia rosły w 2019 r. w tempie kilku procent i należą do najwyższych w kraju. Comarch stara się mitygować ryzyko inflacji płac w IT poprzez zatrudnianie absolwentów uczelni wyższych na staże studenckie i przyjmowanie ich potem do pracy. W ten sposób naturalnie corocznie następuje wymiana części kadry. Niemniej jednak, Comarch doświadcza ryzyka rotacji personelu, braku możliwości zatrudnienia odpowiedniej ilości wykwalifikowanych pracowników oraz wzrostu kosztów pracy.

### Ryzyka legislacyjne

Wyniki Comarchu są zależne od wprowadzanych przepisów prawnych. W szczególności zwracamy uwagę na prawo pracy, które warunkuje główne koszty spółki (świadczeń pracowniczych). Zmiany takie jak zniesienie ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe podniosą bazę kosztów operacyjnych Comarchu.

### Inwestycje w nieruchomości i aktywa niezwiązane z działalnością operacyjną

Comarch jest znany z inwestycji we własne powierzchnie biurowe i data centers. O ile ich część jest naszym zdaniem uzasadniona, o tyle sądzimy, że z części można by zrezygnować w miejsce większej dywidendy. Przykładem działalności niezwiązanej z IT jest także inwestycja w klub piłkarski MKS Cracovia. Comarch zapowiedział w maju '19, że zamierza zbudować nowoczesne centrum treningowe dla klubu. Z drugiej strony przyznajemy, że klubowi udało się sprzedać z istotnym zyskiem dwóch piłkarzy do zagranicznych klubów (transfery Piątka w 2018 r. i Kapustki w 2016 r.).

## Niska dywidenda

Comarch ma naszym zdaniem bardzo dobrą pozycję bilansową (58 mln PLN gotówki netto na koniec 2019 r.). W poprzednich latach spółka utrzymywała stan gotówki netto. Comarch generuje także wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Pomimo tego spółka wypłaca zaledwie 1,50 PLN (z zysku za 2019 r.) w dywidendzie. Sądzimy, że poziom wypłaty jest zbyt niski, a podejście do dywidendy zbyt konserwatywne.

## Ryzyko roszczeń w zawieranych umowach

Comarch zawiera w swoich umowach (standard rynkowy) klauzule dotyczące niewłaściwego wykonania. Istnieje ryzyko, że kontrahenci skorzystają z udzielonych im gwarancji dobrego wykonania lub przysługujących im kar umownych. Przykładem mogą być działania ZUS z 2018 r.

## Kursy walutowe

Istotna część przychodów Comarch jest generowana w EUR i USD, stąd wysoki kurs PLN w stosunku do tych walut niekorzystnie wpływa na poziom zysku operacyjnego generowanego przez spółkę, zwłaszcza że duża część kosztów korespondujących z przychodami w obcej walucie jest ponoszona w PLN.

## Ryzyko związane z kontraktami dla administracji publicznej

Wysoka konkurencja w polskiej administracji publicznej oraz relatywnie niska ilość zamówień z tego segmentu stanowią ryzyko dla Comarchu. Przykładem jest przetarg na utrzymanie systemu KSI w 2017 r. Budżet zamawiającego wyniósł 374 mln PLN. Okazało się, że najtańszą ofertę złożył Comarch (242 mln PLN), następnie było Asseco Poland (z ofertą niemal równą budżetowi zamawiającego), a najwyższą zaliczył Atos (431 mln PLN). Duża dysproporcja pomiędzy ofertami przełożyła się na pogłoski o niskiej rentowności oferty Comarchu i na słabość notowań spółki.

## Nieudane przejęcia

Comarch ponosi ryzyko związane z inwestycjami w spółki IT. Sektor IT jest relatywnie aktywny w zakresie M&A, a głównymi powodami przejęć są: chęć pozyskania nowych narzędzi IT oraz dostęp do nowych rynków zbytu. Niemniej jednak, rozwój tychże narzędzi na nowych rynkach jest dość trudny. Przykładem może być przejęcie spółki Thanks Again, wyspecjalizowanej w rozwiązaniach lojalnościowych i systemach CRM. Wartość transakcji wyniosła 8 mln USD w 2015 r. Po trzech latach niepowodzeń, w 2018 r. wartość spółki całkowicie odpisano.

## Ograniczona komunikacja z rynkiem

Przekaz do inwestorów i analityków kierowany przez Comarch jest naszym zdaniem mniej klarowny niż w przypadku konkurencyjnych, notowanych spółek, jak Asseco Poland, czy Asseco South Eastern Europe. Podczas gdy konkurencyjne spółki dokładnie informują o wartościach backlogu (nawet z rozbięciem na poszczególne rynki i segmenty), Comarch podaje wartość portfela zamówień w przybliżeniu (dla przykładu: na konferencji wynikowej 1Q'19 spółka podała, że wartość portfela zamówień na 2019 rok jest „solidne kilkanaście procent wyższa” R/R).

## Wycena

Wartość Comarch szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Comarchu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 247,60 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	40%	285,93
Wycena DCF	60%	197,25
	cena wynikowa	232,72
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>247,60</b>

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarch w latach 2020-2029.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 2,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2019 roku w standardzie MSSF16, tj.

58 mln PLN, skorygowany o wypłaconą dywidendę = 12,2 mln PLN. Zgodnie z takim podejściem uwzględniamy w kolejnych latach wyceny amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania, ale nie uwzględniamy płatności leasingowych.

- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych i płatności leasingowych.
- Wartość parametru Beta przyjmujemy na 1,0x.

## Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	1 531	1 620	1 700	1 771	1 843	1 914	1 983	2 050	2 119	2 190	
zmiana	6,5%	5,8%	4,9%	4,2%	4,1%	3,8%	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	
EBITDA	233,8	237,5	240,2	246,5	252,7	259,3	265,4	271,3	277,1	282,7	
marża EBITDA	15,3%	14,7%	14,1%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%	13,1%	12,9%	
EBIT	147,0	149,6	149,4	152,7	155,5	158,7	161,1	163,8	167,1	170,8	
marża EBIT	9,6%	9,2%	8,8%	8,6%	8,4%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%	7,8%	
Opodatkowanie EBIT	38,8	40,2	40,2	41,0	41,8	42,7	43,3	44,0	44,9	45,9	
efektywna stopa podatkowa	26,4%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	
NOPLAT	108,2	109,4	109,3	111,6	113,7	116,0	117,8	119,8	122,2	124,9	
CAPEX	-82,1	-105,1	-103,5	-81,9	-85,0	-85,7	-86,3	-88,1	-88,9	-92,4	
Kapitał obrotowy	-11,9	-18,7	-16,4	-17,0	-18,2	-20,2	-21,2	-22,2	-23,7	-25,1	
FCF	101,0	73,5	80,1	106,5	107,7	110,8	114,6	117,0	119,6	119,3	121,7
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	97,3%	89,7%	82,7%	76,2%	70,2%	64,7%	59,6%	54,9%	50,6%	46,6%	
PV FCF	98,3	65,9	66,2	81,1	75,6	71,6	68,3	64,2	60,5	55,6	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	26,4%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 865
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	869
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	707
Wartość firmy (EV)	1 577
Dług netto (koniec 2019, MSSF16)	-46
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	19
Liczba akcji skorygowana (mln)	1 604
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	197,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>209,9</b>

EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	6,7
P/E('20) dla ceny docelowej	16,9
Udział TV w EV	55%

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	221,3	232,1	244,8	260,0	278,7
WACC +0,5 p.p.	206,5	215,5	225,9	238,1	252,9
WACC	193,8	201,2	<b>209,9</b>	219,9	231,8
WACC -0,5 p.p.	182,6	188,9	196,1	204,5	214,1
WACC -1,0 p.p.	172,8	178,1	184,2	191,2	199,2

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2020, 2021 i 2022 przyjmujemy równe wagi.

### Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Sap AG	18,9	16,9	15,2	26,9	23,5	20,9
Oracle Corp	11,3	10,7	10,4	15,7	14,4	13,2
CAP Gemini	11,4	10,2	9,5	17,3	14,9	13,0
Sage Group PLC	16,8	17,1	15,9	27,3	26,5	23,8
Atos	6,4	6,1	5,6	10,0	9,3	8,6
Software AG	14,5	13,4	12,2	24,3	22,2	20,1
Indra Sistemas	10,1	6,1	5,4	25,8	9,0	7,4
Fiserv Inc	16,0	14,1	12,8	23,6	19,3	16,7
Computacenter PLC	10,5	10,6	10,9	20,7	20,9	20,2
Asseco Poland	5,2	4,9	4,4	14,3	12,8	12,0
Maksimum	18,9	17,1	15,9	27,3	26,5	23,8
Minimum	5,2	4,9	4,4	10,0	9,0	7,4
Mediana	11,3	10,6	10,7	22,2	17,1	15,0
Comarch	6,6	6,3	6,1	17,5	15,5	15,5
Premia (dyskonto)	-41,6%	-40,3%	-43,0%	-21,0%	-9,3%	4,0%
<b>Implikowana wycena</b>						
Wycena 1 akcji (PLN)	348,7	338,3	348,9	258,2	225,0	196,2
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>285,9</b>					

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki w 2Q'20

Przychody Comarchu w 2Q'20 wyniosły 331,0 mln PLN i były niższe R/R zaledwie o 1,0%. W rozbiciu rodzajowym: Comarch wygenerował 260,1 mln PLN z usług i 48,3 mln PLN z software'u własnego. Tym samym udział pierwszej kategorii w całej sprzedaży spadł z odpowiednio 80,0% do 78,6%, a drugiej kategorii pozostał na stabilnym poziomie (14,5% w 2Q'19 i 14,6% w 2Q'20).

### Sprzedaż Comarch wg rodzaju w 2Q'20 i 2Q'19

(mln PLN)	2Q'20	2Q'19	dynamika
Usługi IT	260,1	262,4	-0,9%
Software własny	48,3	47,6	1,5%
Software obcy	7,2	2,8	154,5%
Wyroby gotowe	1,8	0,5	249,9%
Hardware obcy	2,8	2,2	27,9%
Pozostałe	10,8	12,3	-12,2%

Źródło: Comarch, mBank

W 2Q'20 widoczny był spadek sprzedaży do sektora TMT. Przychody TMT wyniosły 45,1 mln PLN w 2Q'20 (-41,8% R/R). Drugą kategorią, którą dotknęły spadki obrotów był sektor publiczny (-17,5%, do poziomu 26,8 mln PLN). Z kolei segmenty finanse i bankowość oraz handel i usługi odnotowały dość duży wzrost obrotów (odpowiednio +38,8% R/R oraz +23,0% R/R). Zarząd poinformował, że spadki sprzedaży w największym degmencie Comarchu (TMT) były wywołane zakończeniem w 2Q'20 realizacji kilku dużych kontraktów i związanym z tym odpowiednim przeliczeniem kontraktów długoterminowych zgodnie z MSSF 15. Comarch nie spodziewa się kolejnych spadków w TMT w nadchodzących kwartałach. Zwracamy także uwagę, że negatywny wpływ COVID-19 na przychody w 2Q'20 nie był widoczny. Sektory: MSP Polska oraz MSP DACH radziły sobie dość dobrze (dynamika R/R przychodów na poziomie odpowiednio +4,5% oraz +29,8%).

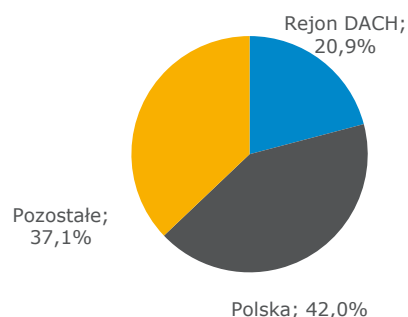
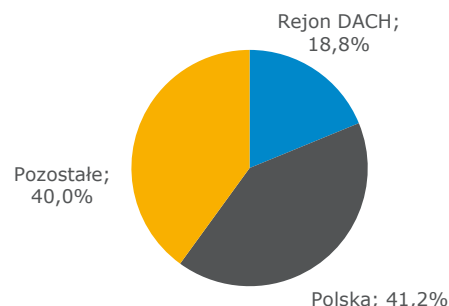
### Sprzedaż Comarch wg sektorów w 2Q'20 i 2Q'19

(mln PLN)	2Q'20	2Q'19	dynamika
TMT	45,1	77,5	-41,8%
Finanse i Bankowość	64,0	46,1	38,8%
Handel i Usługi	68,7	55,9	23,0%
Przemysł & Utilities	37,0	39,9	-7,4%
Sektor publiczny	26,8	32,5	-17,5%
MSP Polska	40,7	37,7	8,0%
MSP Dach	30,2	23,0	31,3%
Medycyna	12,4	6,7	84,5%
Pozostałe	6,0	8,4	-28,4%

Źródło: Comarch, mBank

W 2Q'20 grupa osiągnęła 136,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży krajowej (tj. o 1,1% mniej R/R). Sprzedaż zagraniczna wyniosła w tym okresie 194,6 mln PLN (+2,4% R/R). Sprzedaż zagraniczna stanowiła w 2Q'20 58,8% całkowitych przychodów Grupy (vs. 58,0% w 2Q'19).

### Geograficzna struktura sprzedaży Comarch w 2Q'20 (górny wykres) i 2Q'19 (dolny wykres)



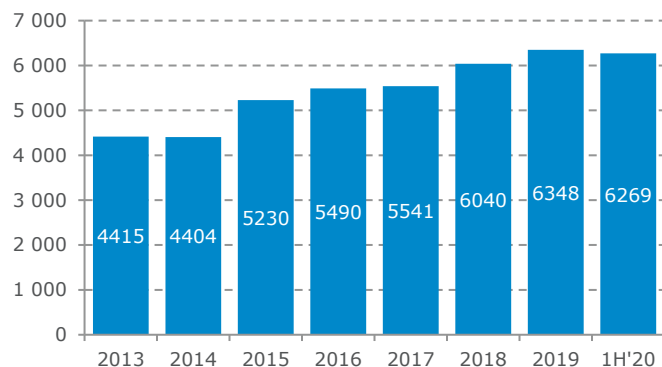
Źródło: Comarch, mBank

Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 2Q'20 25,7% vs. 26,9% prognoza oraz 28,1% w 2Q'19. Koszty SG&A wyniosły 61,0 mln PLN (-10,2% R/R). Saldo na pozostałej działalności było na poziomie +2,8 mln PLN. Odpisy na należności wątpliwe obciążły wynik na 4,3 mln PLN. Jednak z drugiej strony Comarch rozwiązał w 2Q'20 rezerwy w kwocie 6,7 mln PLN. Wynik EBITDA wyniósł 51,5 mln PLN i był wyższy od naszych oczekiwań o 6,6%.

Zwracamy uwagę, że duża zmienność FX miała wpływ na wyniki Comarch w 2Q'20. Podkreślamy, że łączny wpływ różnic z wyceny należności, jak i zobowiązań kursowych zmniejszył EBIT o 7,8 mln PLN w 2Q'20. Z kolei wycena instrumentów finansowych oraz transakcje zrealizowane (głównie kontrakty typu forward i IRS) wraz z aktywem na podatek odroczonej od ich wyceny, zwiększyły wynik netto grupy o 8,0 mln PLN w 2Q'20 (stąd spółka zaksięgowała dość wysokie przychody finansowe).

Zysk netto był na poziomie 20,4 mln PLN. Na linię netto duży wpływ miały zmiany w podatku odroczonej, które spowodowały spadek wyniku o 5,6 mln PLN w 2Q'20.

W 1H'20 wielkość zatrudnienia w grupie zmniejszyła się o 1,2%. Na koniec 2Q'20 Comarch zatrudniał 6 269 osób. Fundusz płac podstawowych w grupie Comarch w okresie 1H'20 był o 6,1% wyższy R/R w porównaniu R/R.

**Wielkość zatrudnienia w grupie Comarch**


Źródło: Comarch, mBank

Zwracamy uwagę na wysoką generację gotówki: w ciągu 1H'20 CFO Comarchu wyniósł 124,3 mln PLN (vs. 69,5 mln PLN w 1H'19). To efekt dużego dodatniego salda na kapitale obrotowym.

W 1H'20 Comarch inwestował w rozwój produktów IT, zwłaszcza w obszarze cloud. W 2020 zadebiutowały na rynku rozwiązania z tego obszaru (m.in. Comarch Infraspacje Cloud). W kwietniu'20 grupa przeprowadziła akwizycję spółki 2CSI, działającej we Francji w obszarze e-zdrowie. Wartość akwizycji wyniosła 2,1 mln EUR. Comarch nabył także grupy w Phoenix w USA i prowadzi prace projektowe związane z inwestycją w Data Center. Comarch prowadzi obecnie także inwestycje w centrum treningowe dla klubu MKS Cracovia.

**Wyniki za 2Q'20**

(mln PLN)	2Q'20	2Q'19
Przychody	331,0	327,8
COGS	-245,8	-235,6
Zysk brutto na sprzedaży	85,1	92,2
marża	25,7%	28,1%
SG&A	-61,0	-68,0
Poz. dział. operac.	2,8	1,0
EBIT	26,9	25,2
marża	8,1%	7,7%
Dział. finansowa	9,0	1,5
Podatek	-15,6	-6,9
Udziały niekon.	0,0	-0,4
Zysk netto	20,4	20,2
Amortyzacja	24,6	19,9
EBITDA	51,5	45,1
marża	15,6%	13,7%

Źródło: Comarch

**Outlook po wynikach 2Q'20**

- Na konferencji po wynikach 2Q'20 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2020 r. jest wyższa R/R o ok. 7-8%.
- Jednocześnie Zarząd wskazał, że spadek przychodów w segmencie TMT ma w dużej mierze charakter księgowy (jest wywołany przeliczeniami przychodów w związku ze standardem MSSF15). Zarząd spodziewa się wzrostu przychodów w TMT w nadchodzących kwartałach (choć ciągle mogą wystąpić fluktuacje pomiędzy kwartałami).
- Wskazujemy, że kilka dużych kontaktów o których spółka informowała ostatnio, a które wzmacniają jej pozycję zagranicą: (1) 10-letni kontrakt z narodową linią lotniczą Arabii Saudyjskiej - Saudia. Comarch będzie dla niej dostawcą systemu do obsługi programu lojalnościowego, (2) umowę ze szwajcarskim dostawcą telekomunikacyjnym Sunrise Communications, w ramach której Comarch dostarcza produkt IoT Connect, zintegrowany z ekosystemem i infrastrukturą techniczną OSS/BSS i Enterprise firmy Sunrise, (3) umowę z Vodafone New Zealand, wartą ok. 300 mln PLN na 10 lat, która obejmuje dostawę oprogramowania i świadczenie usług utrzymania systemów informatycznych operatora.
- Ze względu na dość duże (55,7% po 1H'20) wykonanie naszej poprzedniej prognozy wyniku EBITDA na 2020 r. w wysokości 212 mln PLN, podwyższamy prognozy dla spółki.

**Zmiana prognoz**

(mln PLN)	Obecna prognoza	Stara prognoza
Przychody'20	1 531	1 463
EBITDA'20	234	212
Zysk netto'20	95	74

Źródło: mBank



## Rachunek wyników\*

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	1 369,6	1 437,4	1 530,9	1 620,0	1 699,8	1 770,7	1 842,7
zmiana	24,3%	5,0%	6,5%	5,8%	4,9%	4,2%	4,1%
Koszty sprzed. prod., usług, towarów i materiałów	1 008,0	1 016,7	1 100,2	1 166,5	1 231,0	1 287,3	1 344,7
Zysk brutto na sprzedaży	361,6	420,7	430,8	453,6	468,8	483,4	498,1
Pozostałe przychody operacyjne	20,2	34,3	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	139,4	145,5	147,3	160,5	171,8	178,9	186,2
Koszty ogólnego zarządu	106,1	127,9	130,5	139,0	144,5	150,3	156,3
Pozostałe koszty operacyjne	48,7	38,2	26,0	4,5	3,0	1,5	0,0
<b>EBIT</b>	<b>87,5</b>	<b>143,4</b>	<b>147,0</b>	<b>149,6</b>	<b>149,4</b>	<b>152,7</b>	<b>155,5</b>
marża	6,4%	10,0%	9,6%	9,2%	8,8%	8,6%	8,4%
Amortyzacja	65,2	84,9	86,8	87,9	90,7	93,9	97,2
<b>EBITDA</b>	<b>152,7</b>	<b>228,3</b>	<b>233,8</b>	<b>237,5</b>	<b>240,2</b>	<b>246,5</b>	<b>252,7</b>
marża	11,2%	15,9%	15,3%	14,7%	14,1%	13,9%	13,7%
Dział. finansowa	-14,0	-1,0	-18,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Udział w zyskach/stratach jedn. stowarzyszonych	-11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>62,5</b>	<b>142,4</b>	<b>128,6</b>	<b>146,1</b>	<b>145,9</b>	<b>149,2</b>	<b>152,0</b>
marża	4,6%	9,9%	8,4%	9,0%	8,6%	8,4%	8,2%
Podatek	30,0	36,9	33,9	39,3	39,2	40,1	40,9
<b>Zysk netto</b>	<b>30,6</b>	<b>104,8</b>	<b>94,7</b>	<b>106,8</b>	<b>106,7</b>	<b>109,1</b>	<b>111,1</b>
marża	2,2%	7,3%	6,2%	6,6%	6,3%	6,2%	6,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13
EPS	3,76	12,89	11,64	13,13	13,12	13,41	13,66
CEPS	11,78	23,33	22,32	23,94	24,28	24,95	25,61
ROAE	3,5%	11,4%	9,4%	9,7%	8,9%	8,4%	8,1%
ROAA	1,9%	5,9%	5,0%	5,3%	4,9%	4,8%	4,6%

\*MSSF16 od 2019 r.

**Bilans\***

<b>(mln PLN)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>AKTYWA</b>	1 740,3	1 842,7	1 966,9	2 093,6	2 219,0	2 342,1	2 439,1
Majątek trwały	821,2	796,7	811,6	848,3	880,6	888,2	895,5
Rzeczowe aktywa trwałe	551,1	539,6	564,5	611,7	655,1	674,4	694,4
Nieruchomości inwestycyjne	32,7	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Wartość firmy	42,2	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7
Pozostałe wartości niematerialne	59,4	56,3	46,3	35,8	24,7	12,9	0,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Pozostałe (w tym prawa do użytkowania)	98,0	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9
<b>Majątek obrotowy</b>	919,1	1046,0	1155,3	1245,4	1338,5	1453,9	1543,5
Zapasy	97,2	90,7	99,2	106,2	113,2	119,6	126,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	435,4	430,2	462,7	494,6	524,1	551,4	579,9
Należne przychody z tyt. kontraktów długoter.	134,8	193,9	206,5	218,5	229,3	238,8	248,5
Pozostałe	5,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Środki pieniężne	245,9	322,7	378,4	417,6	463,4	535,6	580,5
<b>(mln PLN)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>PASYWA</b>	1 740,3	1 842,7	1 966,9	2 093,6	2 219,0	2 342,1	2 439,1
Kapitał własny	876,1	970,8	1 053,2	1 147,8	1 242,3	1 339,2	1 409,7
Zobowiązania długoterminowe	287,3	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4
Kredyty i pożyczki	175,0	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	43,6	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	1,3	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	57,5	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Inne zobowiązania	9,8	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zobowiązania krótkoterminowe	576,9	614,6	656,3	688,4	719,3	745,5	772,1
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	182,5	191,8	205,4	215,6	225,3	233,2	241,2
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	9,0	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoter.	163,8	172,8	187,0	198,3	209,3	218,8	228,6
Kredyty i pożyczki	40,3	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	17,6	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	163,3	180,4	194,2	204,9	215,2	223,9	232,7
Dług	217,8	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7
Dług netto	46,3	-58,3	-114,0	-153,2	-199,0	-271,2	-316,1
Dług netto bez MSSF16	-28,1	-133,0	-188,7	-227,9	-273,7	-345,9	-390,8
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
(Dług netto / EBITDA)**	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3
BVPS	107,7	119,4	129,5	141,1	152,7	164,7	173,3

\*MSSF16 od 2018 r., \*\* w 2018 r. bez uwzględnienia MSSF16



**Przepływy pieniężne\***

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	159,7	178,8	188,0	179,5	184,5	189,4	193,6
Zysk netto	30,6	104,8	94,7	106,8	106,7	109,1	111,1
Amortyzacja	65,2	84,9	86,8	87,9	90,7	93,9	97,2
Dział. finansowa	14,0	1,0	18,4	3,5	3,5	3,5	3,5
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	49,9	-12,0	-11,9	-18,7	-16,4	-17,0	-18,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-86,6	-45,0	-82,1	-105,1	-103,5	-81,9	-85,0
CAPEX	-86,6	-45,0	-82,1	-105,1	-103,5	-81,9	-85,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-35,6	-65,2	-50,2	-35,3	-35,3	-35,3	-63,7
Dług	-9,4	-32,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-12,2	-12,2	-12,2	-12,2	-12,2	-12,2	-40,7
Pozostałe (w tym płatności leasingowe)	-14,0	-20,6	-38,0	-23,1	-23,1	-23,1	-23,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	37,5	68,6	55,7	39,2	45,8	72,2	44,9
Środki pieniężne na koniec okresu	245,9	322,7	378,4	417,6	463,4	535,6	580,5
DPS (PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,0
FCF	59,2	113,3	67,9	51,4	58,0	84,4	85,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,3%	3,1%	5,4%	6,5%	6,1%	4,6%	4,6%

\*MSSF16 od 2019 r.

**Wskaźniki rynkowe\***

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	54,2	15,8	17,5	15,5	15,5	15,2	14,9
P/CE	17,3	8,7	9,1	8,5	8,4	8,2	8,0
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
P/S	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
FCF/EV	3,6%	7,1%	4,4%	3,4%	4,0%	6,1%	6,4%
EV/EBITDA**	10,7	7,0	6,6	6,3	6,1	5,6	5,3
EV/EBIT**	18,6	11,2	10,5	10,1	9,8	9,1	8,6
EV/S**	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	2,5%
Cena (PLN)	204,0	204,0	204,0	204,0	204,0	204,0	204,0
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	1 659	1 659	1 659	1 659	1 659	1 659	1 659
EV (mln PLN)	1 631	1 601	1 545	1 506	1 460	1 388	1 343

\*MSSF16 od 2019 r. (dla pozycji z bilansu MSSF 16 od 2018 r.), \*\* w 2018 r. bez uwzględnienia MSSF16

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:  
**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 września 2020 o godzinie 08:28.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 września 2020 o godzinie 08:28.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Comarch**

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-13	2019-11-25
cena docelowa (PLN)	220,30	250,00
kurs z dnia rekomendacji	210,00	189,50

**mBank S.A.**

Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)